
As Mudanças nas Políticas de Dividendos e o Mercado Financeiro

Patrícia González González

Doutoranda em Controladoria e Contabilidade — FEA/USP Professora da Faculdade de Ciências da Administração da Universidade Del Valle Cali – Colômbia

Introdução

As mudanças nas políticas de dividendos fitas pelas empresas têm sido objeto de estudos realizados por diferentes pesquisadores. Estes pesquisadores tratam de procurar se na verdade toda mudança traz implícita uma mensagem, ou se as mensagens que podem ser transmitidas por uma declaração ou não-declaração de dividendos estão previamente manipuladas pela gerência das empresas.

A *Teoria da Sinalização* fornece algumas regras que permitem aos investidores entender um pouco mais o significado das mudanças nas políticas de dividendos, mas isto não quer dizer que a última palavra tenha sido dita, já que, como será visto, os resultados de algumas pesquisas dão respostas que não concordam totalmente com o determinado pela teoria.

Com o propósito de obter uma maior clareza neste assunto, este artigo trata da *Teoria da Sinalização* e seus mais importantes princípios em relação aos sinais positivos e negativos que uma mudança na política de dividendos pode enviar ao mercado. Igualmente, são apresentados os resultados de três pesquisas que abordam aspectos tais como: a relação entre as mudanças nos dividendos e os lucros futuros, as mudanças nos dividendos e seus efeitos sobre o preço da ação e o desempenho das empresas e, finalmente, a relação que existe entre as políticas de dividendos e o tamanho da empresa (efeito tamanho).

A Teoria da Sinalização

Neste enfoque. os integrantes do mercado financeiro examinam todos os atos de uma firma, visto que esses atos afetam ou afetaram de alguma maneira os fluxos de caixa futuros e, portanto, o valor da empresa. Para alguns pesquisadores — como será apresentado adiante —, quando as firmas anunciam mudanças em suas políticas de dividendos, elas estão transmitindo informação ao mercado. Não obstante, as informações podem ser de dois tipos:

- . dividendos como um sinal positivo:
- . dividendos como um sinal negativo.

Os dividendos como um sinal positivo

Geralmente, os participantes do mercado financeiro vêm com grande ceticismo às declarações feitas pelos gerentes das companhias em relação a seus prognósticos, principalmente porque eles fazem exageradas asserções a respeito deste assunto. Por outro lado, algumas vezes acontece que as firmas com bons projetos são sub-avaliadas pelo mercado. Frente a estas situações, Damodaram (1997. p. 565), pergunta-se: Como as firmas poderiam transmitir informações úteis e confiáveis para o mercado?”.

Para responder a essa pergunta, Weston e Copeland (1992, p. 674) consideram que um sinal útil e confiável é aquele que cumpre com as seguintes condições:

1. A gerência deve ter um incentivo para enviar sinais verdadeiros, assim a mensagem seja negativa para o mercado.
2. Os sinais de firmas com sucesso não podem ser facilmente imitados por concorrentes sem sucesso¹
3. Os sinais devem estar correlacionados positivamente com os eventos observáveis².
4. A gerência deve escolher o método mais barato e efetivo para enviar sinais ao mercado:’

Os dividendos como um sinal negativo

A diminuição no valor dos dividendos opera como um sinal negativo. De fato, as firmas são relutantes a fazer isto, pois, o mercado poderia interpretá-lo como um sinal negativo, isto é, como se “a empresa a longo prazo pudesse ter problemas financeiros”. Geralmente, tal situação termina afetando o preço da ação, induzindo uma queda.

Outro exemplo de sinal negativo é através da evolução da cotação das ações em Bolsas de Valores. Se a empresa modificasse sua política de dividendos e, como consequência disto, registrasse uma queda no valor de suas ações no mercado secundário, esta situação poderia ser interpretada como um sinal negativo pelos acionistas. Segundo Martins e Assaf (1985), a gerência deve fazer uma revisão da modificação que fez em sua política de dividendos, buscando reativar a valorização de suas ações no mercado. Por outro lado, se acontecesse o contrário, ou seja, se após da alteração na política de dividendos houvesse um aumento no valor das ações da empresa no mercado secundário, poder-se-ia afirmar que foi fixada uma política que está de acordo com as expectativas dos acionistas e, portanto, com o objetivo final do negócio que é maximizar a riqueza dos donos.

Quanto ao incremento no valor dos dividendos, as firmas com bons projetos usam a tática de incrementá-los como uma maneira de transmitir sinais positivos para o mercado financeiro. A pergunta a ser feita seria: é esta a maneira mais eficiente para transmitir informação ao mercado? Segundo Damodaram (1997), a resposta poderia ser sim para empresas de pequeno porte que têm poucas formas de transmitir informações ao mercado. Nas empresas de grande porte, que têm muitas alternativas de transmitir informações ao mercado, uma mudança na política de dividendos poderia não ser a forma mais barata ou mais efetiva de fazê-lo. Contudo, a informação poderia ser mais efetiva e sua transmissão ao mercado mais barata se esta se fizesse através de um relatório que apresente uma análise da companhia.

Não obstante, o fato de pagar dividendos também pode ser interpretado como um sinal negativo para o mercado. Por exemplo, uma empresa que nunca tenha pago dividendos, mas que tenha registrado crescimentos extraordinários e altos retornos em seus projetos: ao começar a pagar dividendos, seus acionistas podem interpretá-los como um sinal de que os projetos da firma não são tão lucrativos como eram no passado.

¹ Em relação a este aspecto, o incremento nos dividendos pode ser visto como uma dessas ações difíceis de imitar. Ao incrementar os dividendos, a longo prazo, transmitindo ao investidor a mensagem que a empresa tem capacidade para gerar os fluxos de caixa suficientes a longo prazo. Este sinal positivo, por conseguinte, deveria permitir a reavaliação dos fluxos de caixa, do valor da firma e do preço da ação.

² .Por exemplo: os dividendos altos de hoje devem estar correlacionados com os grandes fluxos de caixa de futuro

Pode-se afirmar que existem posições a favor e contra o pagamento de dividendos. Além disto, existe uma falta de consenso (quando os gerentes tomam decisões sobre dividendos) em relação ao efeito dos dividendos sobre o valor da empresa. É assim como alguns pesquisadores têm-se preocupado em examinar o ponto de vista dos gerentes em relação à política de dividendos. Uma dessas pesquisas foi feita por Baker, Farreley, e Edelman. Os pesquisadores demonstraram que, certamente ou erroneamente, os gerentes crêem que as porcentagens de pagamento de dividendos afetam o valor da firma e operam como sinais para prognósticos futuros. Os pesquisadores, igualmente, detectaram que os gerentes atuam sob a presunção de que o investidor escolhe firmas com políticas de dividendos que concordam com suas preferências. além de uma gerência que se responsabilize por suas necessidades.

Nesta ordem de idéias, considera-se que a melhor política de dividendos está relacionada com o uso que vai ser dado ao Lucro Líquido de uma empresa: seja permanecendo na empresa com a finalidade de capitalizar o negócio através de recursos próprios, seja distribuindo aos acionistas na forma de dividendos em dinheiro. Através do índice de *Payout* de uma empresa estima-se de forma mais adequada a porcentagem do lucro líquido a ser distribuída aos acionistas, e para tal fim utiliza-se a seguinte fórmula:

$$\text{PAYOUT} = \frac{\text{DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS}}{\text{LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO}}$$

Quanto maior for o índice, menor quantidade de recursos serão reaplicados no negocio. Em contrapartida, Índices de Payout baixos ou nulos indicam que maiores quantidades de recursos serão utilizados como fontes de financiamentos no negocio.

Entendendo-se a política de dividendos como uma decisão de financiamento, as decisões de reter ou distribuir lucros devem ser o produto das seguintes observações(Martins e Assaf, 1985):

- 1) os acionistas concordam em não receber dividendos sempre que os lucros investidos dentro do negócio produzam retornos acima da taxa mínima exigida, criando-se uma expectativa de receber maiores dividendos no futuro. Uma forma de confirmar o anterior seria através da comparação do valor presente dos dividendos futuros esperados e o valor presente dos rendimentos dos dividendos aplicados externamente à empresa. Segundo Martins e Assaf (1985). a maximização da riqueza dos acionistas é uma justificativa para aceitar a retenção dos Lucros, no evento em que o valor presente dos dividendos futuros seja maior do que os rendimentos das aplicações.
- 2) apresentando-se uma maior rentabilidade por aplicações fora do negócio, os acionistas preferem receber os dividendos, maximizando, assim sua riqueza pela aplicação dos dividendos em opções externas a empresa que são mais lucrativas.

Finalmente, uma política de dividendos ótima pode ser a que integra, da melhor forma possível, a quantidade que será retida pela empresa e aquela a ser distribuída pelos acionistas na forma de dividendos.

As Mudanças nos Dividendos e o Comportamento dos Lucros Presentes, Passados e Futuros

A idéia, que as mudanças nas políticas de dividendos transmitem informações ao mercado, não é recente. Na pesquisa realizada por Benartzi, Michaeli e Thaler (1997), relacionadas a este tópico, são mencionados autores tais como: Listner, Weston e Copeland, Modigliani e Miller, Rock, John e Williams.

Listner ficou famoso nos anos 50 por sua pesquisa sobre política de dividendos, ao considerar que as firmas somente os incrementam quando a gerência acredita que os lucros têm um incremento permanente. Segundo Weston e Copeland (1992), o acréscimo nos dividendos pode ser interpretado pelo investidor como uma boa notícia, visto que aumentos nos dividendos indicam que a firma gerará suficiente fluxo de caixa para suportar o alto nível dos dividendos declarados. Neste processo, existe também o risco de que os gerentes, com acesso direto à informação relacionada com fluxos de caixa, manipulem-na e enviem sinais ambíguos ao mercado, se isso for conveniente para seus interesses.

Entre outros autores que analisaram o assunto, são citados por Benartzi, Michaeli e Thaler (1997):

- em 1961, Modigliani e Miller explicitamente sugeriram que os dividendos poderiam transmitir informações ao mercado relacionadas com os fluxos de caixa futuros;
- em 1985, Miller e Rock determinaram, através do Demonstrativo de Origens e Aplicações de Recursos, que as decisões sobre dividendos poderiam revelar informações ao mercado em relação aos lucros atuais.

Outros pesquisadores como Bhattacharya, Miller, Rock, John e Williams fundamentaram seu trabalho em torno das mudanças de dividendos na *Teoria da Informação Assimétrica*.

Em todos estes trabalhos, as mudanças nos dividendos não são simplesmente ações que acontecem já que contêm informações para o mercado. Segundo Benartzi, Michaeli e Thaler (1997) nestas mudanças há, de forma explícita, sinais (em torno dos lucros) que são enviados intencionalmente pela gerência, com algum custo para a firma e para os acionistas.

Entre os primeiros autores que estudaram a relação direta entre dividendos atuais e lucros futuros, figuram:

- em 1983, Penman concluiu que, quando os prognósticos sobre os lucros futuros são controlados pelos gerentes, as mudanças nas políticas de dividendos não transmitem muita informação;
- em 1988, Healey e Palepus tomaram uma mostra de 131 firmas que apresentavam as seguintes características:
 - iniciaram o pagamento de dividendos;
 - apresentaram incrementos sucessivos nos lucros passados e nos lucros dos dois anos seguintes à mudança na política de dividendos.

Igualmente, os pesquisadores tomaram uma amostra de 172 firmas que não pagaram dividendos.

O resultado foi oposto ao determinado pela *Teoria da Sinalização*, pois obteve-se um declínio no lucro do ano em que os dividendos não foram pagos, mas o lucro melhorou significativamente nos anos seguintes.

- Em 1983, Brickley detectou que um aumento nos dividendos, de algo mais que 20%, originou em sua amostra de 35 empresas um aumento significativo no lucro, não somente do ano em que o dividendo foi aumentado, mas também nos anos seguintes a ele.
- em 1994, Aharony e Dotan determinaram que o lucro aumentou pelo menos durante quatro trimestres, após os dividendos terem mudado positivamente.

A pesquisa feita por Benartzi, Michaely Thaler (1997), com respeito a este aspecto é diferente das anteriores, pois eles utilizaram um grande numero de empresas e eventos e controlaram outros fatores que poderiam criar algum tipo de relação entre os dividendos e as subseqüentes mudanças nos lucros.

Os autores concluíram que existia uma forte correlação entre as mudanças nos dividendos e os lucros (pois, quando os dividendos, os lucros também aumentavam), mas isto só tinha a ver com eventos presentes e passados, visto que, para eventos futuros, não encontraram evidência suficiente que demonstrasse uma correlação positiva entre as mudanças nos dividendos e as mudanças nos lucros futuros.

No caso do aumento dos dividendos, Benartzi, Michaely e Thaler (1997) observaram que, para um periodo de dois anos seguintes a um incremento no valor dos dividendos, as mudanças nos lucros não estavam relacionadas com o sinal nem com a magnitude das mudanças nos dividendos.

Para a diminuição no valor do dividendo, o resultado obtido foi similar ao de Healy e Palepus (1988), uma vez que, apresentou-se um incremento nos lucros nos dois anos seguintes ao ano em que os dividendos foram diminuídos.

A partir dos resultados obtidos, Benartzi, Michaely e Thaler (1997, p.1 009) formularam a seguinte pergunta: *"Poderiam as mudanças nos dividendos indicar alguma outra coisa que o valor esperado dos lucros futuros?"* Segundo eles, é possível que os incrementos nos dividendos sejam um sinal relacionado com as variações permanentes nos lucros (tal como Listner o sugeriu): sendo isso é mais que um sinal relacionado com o incremento dos lucros futuros. Para demonstrar este aspecto, os pesquisadores compararam dois grupos de empresas que experimentaram uma mudança similar em seu lucro num dado ano. O primeiro grupo de firmas havia tido mudanças em seus dividendos, mas o segundo grupo não. Com isto, encontraram alguma base para o que foi sustentado por Listner.

Benartzi, Michaely e Thaler (1997) também estudaram o comportamento dos retornos a longo prazo de firmas que mudaram suas políticas de dividendos. Os pesquisadores observaram que as firmas que incrementaram dividendos mostraram excessos de retornos positivos, enquanto que as firmas que diminuíram dividendos apresentaram retornos negativos. Não obstante, isto sugere que o mercado trata as mudanças nos dividendos como se elas tivessem informação. Neste ponto, Benartzi, Michaely e Thaler (1997) também analisaram os retornos para um longo prazo (três anos). As firmas que diminuíram dividendos não tiveram excessos significativos em retornos. Entretanto, as firmas que incrementaram dividendos apresentaram excessos de retornos positivos, inclusive para um periodo superior a três anos.

As conclusões a que chegaram os pesquisadores anteriormente mencionadas são resumidas a

seguir:

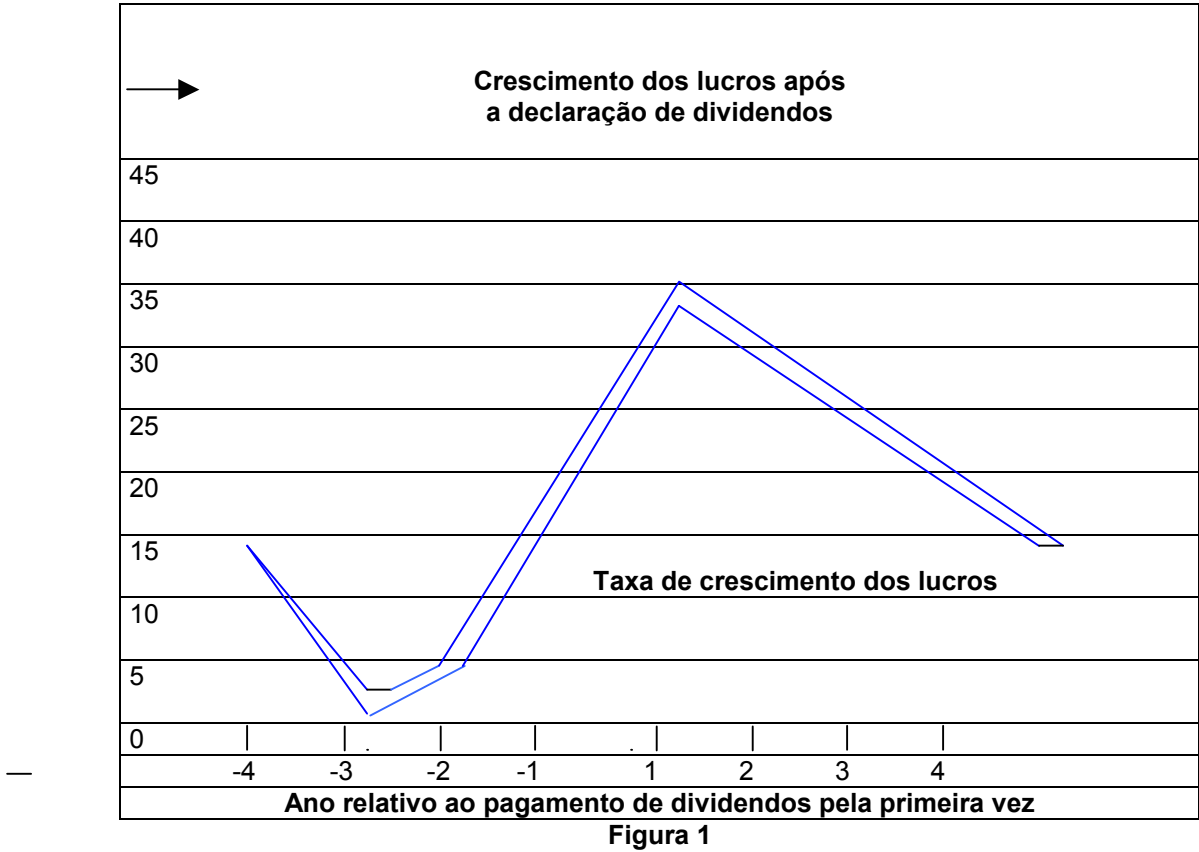
1. a maioria das firmas pagam dividendos, muitas vezes assumindo altos custos. Par esta razão, eles concordaram com outros pesquisadores que a mercado responde às mudanças nas políticas de dividendos feitas pelas companhias e, portanto, ter políticas de dividendos pode ser bom e em alguns casos o melhor:
2. não encontraram nenhuma evidencia que suportasse a idéia que mudanças nos dividendos contém alguma informação em relação às mudanças no comportamento dos lucros futuros. O que efetivamente verificou-se foi uma forte ligação entre os lucros atuais e passados e as mudanças nas políticas de dividendos; porém, a capacidade de predição dos dividendos é mínima. Somente existe algo de prognóstico, quando os dividendos são diminuídos, isto é, quando a tendência dos lucros futuros é a de incrementar-se;
3. as firmas que incrementam seus dividendos são menos propensas a apresentar decréscimos subseqüentes em seus lucros do que aquelas que não mudam seus dividendos. Desse modo, concluem que mudanças nos dividendos sinalizam alguma coisa com relação ao presente, visto que o incremento corrente nos lucros é permanente.
4. finalmente, Benartzi, Michaely e Thaler (1997) ratificam o modelo de Listner como aquele que mantém a melhor descrição dos processos ocorridos com os dividendos, uma vez que, muitas vezes, as mudanças nos dividendos dizem coisas que têm relação com eventos já ocorridos.

As Mudanças nos Dividendos e seu Efeito no Preço da Ação e no Desempenho das Organizações

Akhibe e Madura (1996) avaliaram especificamente os efeitos a longo prazo dos ajustes nos dividendos sobre o preço da ação e o desempenho das organizações. Em relação a este ultimo aspecto, citam o trabalho feito por Healy e Palepus em 1988, em que foi analisado o comportamento dos lucros após a declaração ou não-declaração de dividendos.

Healy e Palepus descobriram que nas firmas que declaram valores elevados de dividendos, o crescimento nos lucros foi alto, não somente a partir do ano em que iniciaram a política, mas também nos dois anos seguintes. Outro aspecto encontrado por estes pesquisadores foi que as mudanças nos lucros seguidas de uma declaração ou não de dividendos estão correlacionadas positivamente à reação imediata do preço da ação, no momento em que as mudanças nos dividendos foram anunciadas. No entanto, isto sugere que o mercado perceba um sinal favorável daquelas empresas que experimentaram mais mudanças positivas em seus lucros.

Na figura 1 apresenta-se o crescimento de ganhos relativo à declaração de dividendos para 151 empresas desde 1970 ate 1979, conforme a pesquisa de Healy e Palepus citados por Darmodaram (1997).



Ano Relativo à Declaração de Dividendos	Numero de Empresas	Lucros Médios Taxa de Crescimento	Mediana dos Lucros Taxa de Crescimento
-4	130	14.9%	17.4%
-3	129	-7.1	7.6%
-2	128	12.9	10.5
-1	131	42.7 aa	28.0
1	130	55.0 aa	40.2
2	130	22.0 aa	35.9
3	130	35.0 aa	28.2
4	128	3.5	19.5

Tabela 1

(Fonte: DAMODARAM, Aswath. Corporate Finance. New York: Wiley & Sons 1997, p.566)

a) Estimou-se que a média do lucro para a amostra era 10.

Como pode ser observado na figura 1, as taxas de crescimento dos lucros incrementam-se significativamente apos o pagamento de dividendos: portanto, os dividendos podem operar como sinais positivos do crescimento dos lucros futuros para as firmas da amostra tomada por Healy e Palepus.

Avaliação dos efeitos a longo prazo pelos ajustes de dividendos

O desempenho das firmas, após uma declaração ou não-declaração de dividendos, foi estimado por Akhibe e Madura (1996) seguindo a metodologia de Dimson e Marsh: Lokonishok e Vermaelen: e Agrwal. Jaffe e Mandelker.

Nesta metodologia, inicialmente, os retornos mensais são compilados para cada empresa que declara dividendos, e é utilizada a seguinte fórmula para o cálculo do *beta* (+ε) e o retorno anormal mensal para um tamanho ajustado *p* para a firma *i* no mês *t*:

$$\epsilon_{i,t} = R_{i,t} - R_{p,t} - (\beta_i - \beta_p) (R_{m,t} - R_{f,t})$$

Onde,

$\epsilon_{i,t}$ = beta e retorno anormal mensal para um tamanho ajustado na empresa *i* no mês *t*,
 $R_{i,t}$ = retorno para empresa *i* no mês *t*,
 $R_{p,t}$ = retorno para o Portfolio de controle *p* no mês *t*,
 β_i = beta estimado para a empresa *i*, β_i é estimado no mês +1 até o mês +36 após do ajuste dos dividendos
 β_p =beta para o portfolio de controle, estimado no mês +1 até o mês + 36 após do ajuste de dividendos
 $R_{m,t}$ = retorno para o índice de mercado no mês *t*, usando o *GRSP*, valor- índice médio
 $R_{f,t}$ = taxa livre de risco no mês *t*, usando a taxa de rendimento sobre um *Treasury Bill* mensal.

3 Center for Research in Security Price

Em 1988, Healy e Palepus percebem que a declaração de dividendos ocorre após uma melhoria no desempenho e a não-declaração de dividendos acontece depois de começar a deteriorar-se o desempenho da empresa. Para firmas que declararam dividendos, espera-se que a tendência seja subir o preço das ações, ao contrário das firmas que não declaram dividendos, às quais espera-se que apresentem uma tendência de baixar o preço das ações.

Akhibe e Madura (1996) mensuraram o Retorno Anormal Médio (RAM) desde o mês *t+1* até o mês *t+36* através desta fórmula:

$$RAM = \frac{1}{Nt} \sum_{i=1}^{Nt} \epsilon_{i,t}$$

Onde:

Nt = é um número de ações na amostra no mês *t*. Seguindo Agrawal, Jaffe, e Mandelker, os pesquisadores começaram a observação um mês após à declaração; assim, as avaliações dos efeitos a longo prazo não estavam contaminadas pela resposta imediata do preço da ação ao declarar-se o ajuste dos dividendos. O Retorno Anormal Acumulado (RAA), mensalmente, foi computado como segue:

$$RAA = \frac{1}{Nt} \sum_{t=1}^{N_1} \sum_{t=2}^{T_2} \epsilon_{i,t}$$

Onde, T1 é o primeiro mês do intervalo e T2 é o último mês desse intervalo.

Os resultados:

AVALIAÇÃO DOS EFEITOS ACUMULADOS EM CADA UM DOSTRES INTERVALOS ANUAIS
APOS A DECLARAÇÃO DE DIVIDENDOS

Mês após Declaração de Dividendos	Retorno Anormal Médio (RA)	T valor	Positivo/ Negativo (RAs)	Retorno Anormal Acumulado desde o Mês 1 (RAA)	t-valor	Positivo e Negativo RAAs
1-12	14,48%	3,69	79/49	14,48%	3,69	79/49
13-24	8,24	2,10	79/49	22,72	4,10	85/39
25/36	6,70	1,71	61/58	29,42	4,33	76/43

Fonte: AKHIBE. Aigbe e MADURA Jetf. Dividend policy and corporate performance. *Journal ot Business Finance & Accounting*. 23(9) & 10, december 1996.p.1273

Tal como apresenta a tabela anterior, o RAA incrementou-se significativamente a cada ano consecutivo, alcançando um máximo de 29,42% ao final do terceiro ano, O comportamento foi de aumento em cada um dos três intervalos seguintes à declaração de dividendos e, igualmente, a proporção de firmas com Retornos Positivos Anormais Acumulados também foi significativa para cada um dos três intervalos avaliados.

AVALIAÇÃO DOS EFEITOS ACUMULADOS EM CADA UM DOS TRÊS INTERVALOS ANUAIS APÓS A NÃO-DECLARAÇÃO DE DIVIDENDOS						
Mês após não Declaração de Dividendos	Retorno Anormal Médio (RA)	T valor	Positivo/ Negativo (RAs)	Retorno Anormal Acumulado desde o Mês 1 (RAA)	t-valor	Positivo e Negativo RAAs
1-12	-29,93%	-3,72	65/234	-29,93%	-3,72	65/234
13-24	-0,49	-0,06	149/146	-30,4	-2,67	94/201
25/36	8,37	1,04	159/126	-22,05	-1,58	113/172

Fonte: AKHIBE. Aigbe e MADURA Jeff. Dividend policy and corporate performance. *Journal of Business Finance & Accounting*. 23(9) & 10, december 1996.p.1273

O RAA foi **—29,93%**. no primeiro ano após a não-declaração de dividendos: a tendência é apresentar um comportamento negativo, tanto para o ano dois como para o três. Os RAAs são significativos para cada um dos dois primeiros anos, mas no fim do terceiro ano o RAA passa a ser de **—22,05%**: todos estes desempenhos anormais acontecem dentro dos primeiros anos, após a não-declaração de dividendos.

A acumulação de todos os retornos anormais mensais depois de uma declaração ou não-declaração de dividendos é apresentada na figura 2. Pode-se observar que o comportamento dos retornos anormais durante os três anos seguintes à declaração de dividendos é de incremento pronunciado, embora o comportamento dos retornos anormais, posterior ao primeiro ano da não-declaração de dividendos, apresente um decréscimo pronunciado.

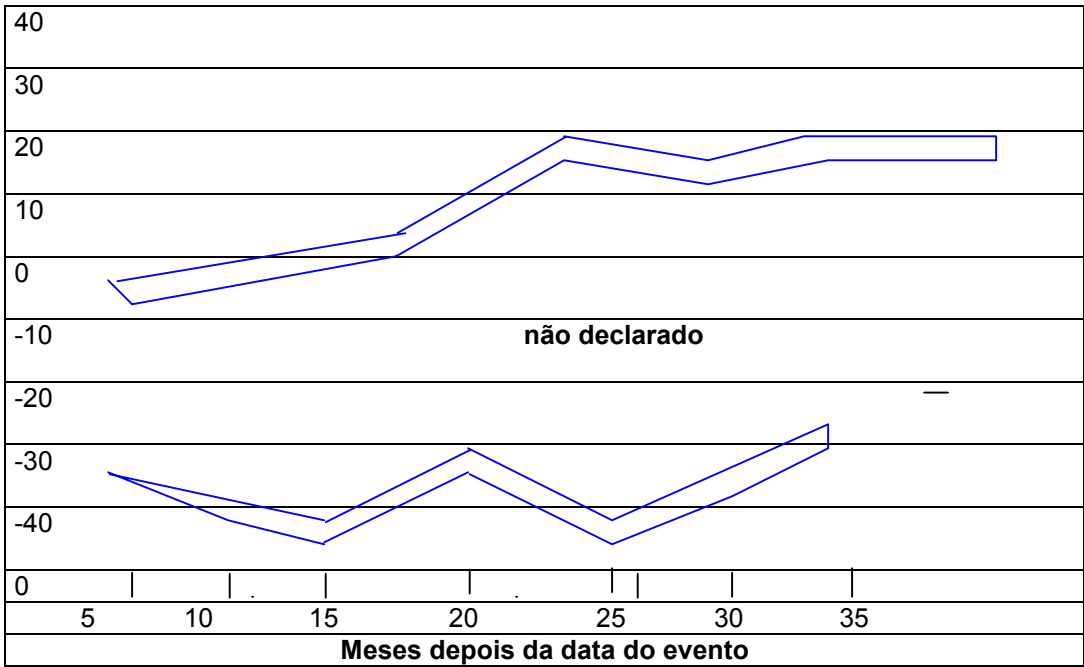


Figura 2

Os resultados de Akhibe e Madura (1996) foram similares aos de outros pesquisadores, quando utilizaram *The equally weighted Index* para mensurar o retorno do mercado. Ademais, também avaliaram o desempenho anormal a longo prazo usando o RATS (*Return Across Time and Securities*), método empregado por Ibotson em 1975, ajustando-se o tamanho tal como sugeriram Agrawal, Jeff and Mandelker em 1992. Desse modo, permitiu-se que surgisse um *beta* que é reestimado cada mês. Assim, por exemplo, usando este procedimento em firmas que declararam dividendos, no final do terceiro ano, o RAA é de 19.69%, e a estatística — t de 2,75. Realizando a mesma comparação para empresas que não declararam dividendos, Akhibe e Madura (1996) concluíram que o RAA era de **-33,71%** e a estatística — t de —2,45. Com os resultados obtidos através desta metodologia, os pesquisadores reafirmaram seus resultados iniciais de um alto e um baixo desempenho seguidos de uma declaração ou não- declaração de dividendos. respectivamente.

Os pesquisadores também concluíram que o mercado, no primeiro ano, pode ser afetado favoravelmente após uma declaração de dividendos, pois existe uma relação positiva entre a resposta imediata do preço da ação e a avaliação dos efeitos a longo prazo para este período, visto que, nos períodos seguintes, esta relação não foi tão significativa. Em contrapartida, nas firmas que não declararam dividendos, descobriram que não há uma relação significativa entre a resposta mediata do preço da ação e a avaliação dos efeitos a longo prazo: portanto, conclui-se: uma avaliação dos efeitos a longo prazo, após uma não-declaração de dividendos não permite prever com exatidão qual vai ser a reação inicial do mercado.

Efeitos financeiros do ajuste de dividendos

Declaração de Dividendos

Para avaliar as mudanças nas características financeiras de cada uma das firmas que declaram dividendos, os pesquisadores acima mencionados tomaram a informação por intervalos e compararam as mudanças experimentadas com o correspondente portfólio de controle, seguindo o modelo de Pugh, Page e Jahera. A relativa mudança nas características financeiras foi calculada por Akhíbe e Madura (1996), utilizando a seguinte fórmula:

$$- (RT_t / RC_t - RT_{-1} / RC_{-1}) / (RT_{-1} / RC_{-1})$$

Onde:

RT_t = amostra de firmas no ano t
RC_t = portfólio de controle de todas as firmas do mesmo tamanho no ano t
RT₋₁ amostra de firmas pelo ano anterior ao ajuste de dividendos
RC₋₁ = portfólio de controle pelo ano anterior ao ajuste de dividendos.

O significado foi estimado para períodos acumulados anuais, e foi testado através do teste de significância — t e de um teste não-paramétrico conhecido do como *Wilcoxon signed-Ranked*.

Desta experiência Akhíbe e Madura (1996) puderam concluir que as firmas que declaram dividendos tendem a experimentar:

- um alto crescimento;
- um alto nível de investimentos de capital,
- um alto grau de alavancagem financeira:
- uma alta quantidade de lucros em dólares.

Portanto, os efeitos favoráveis a longo prazo seguidos da declaração de dividendos poderiam ser o resultado da alteração das políticas nos investimentos e na estrutura de capital.

Não - declaração de dividendos

Neste aspecto Akhíbe e Madura (1996) concluíram que as firmas que não declaram dividendos tendem a experimentar:

um crescimento relativamente baixo:

menos investimentos em capital:

um alto grau de alavancagem financeira.

Para os pesquisadores as mudanças na alavancagem financeira podem ser o resultado de uma diminuição no valor dos lucros acumulados, mais que uma resposta à revisão das políticas de estrutura de capital. E os efeitos negativos com relação ao preço da ação no ano, após a não-declaração dos dividendos, poderiam ser atribuídos ao declínio nos lucros.

As Mudanças nos Dividendos e o Tamanho das Organizações

Finalmente, outro aspecto a considerar, nesta análise, são os sinais que se enviam ao mercado dependendo do tamanho da empresa. Para discutir este caso, apresenta-se a pesquisa feita por Mozes e Rapaccioli (1995).

Outros pesquisadores, além dos citados anteriormente, têm fornecido evidência suficiente para afirmar que grande parte da informação transmitida ao mercado através das Demonstrações de Resultados já está refletida no preço das ações da empresa. Dentre alguns destes pesquisadores citados por Mozes e Rapaccioli (1995) figuram:

- Em 1968, Balle Brown pesquisaram como o preço das ações apresenta um retorno positivo relativo ao anúncio de dividendos.
- Em 1985, Atíase documentou a existência de uma relação inversa entre o tamanho da firma e o retorno refletido nas demonstrações de resultado trimestrais das empresas (*o efeito tamanho*). Ball, Brown e Atíase concordam em dizer que a fonte de informação, conhecida como Demonstração de Resultados, somente está disponível para os investidores de grandes empresas.
- Em 1989, Bhushan justifica o anterior dizendo que a aquisição de informação é menos custosa para as firmas de grande porte.
- Em 1983, Brickley; e em 1989 Lang e Litzenberger estudaram a ligação entre os aumentos ou diminuições nos preços das ações e os aumentos ou diminuições nos dividendos.
- Em 1983, Asquith e Mullins concluíram que entre as firmas que declaram dividendos, o preço da ação apresenta uma reação forte e positiva.
- Em 1990, Bajaj e Vijn mostraram que a reação do preço da ação às mudanças nos dividendos é mais forte para firmas de pequeno porte que para firmas de grande porte. Explicam que isto se deve ao fato de que uma parte da informação, fornecida através do relatório de dividendos para investidores em firmas de pequeno porte, pode estar disponível para os investidores de grandes firmas, através de outras fontes de informação.
- Em 1989, Venkatesh concluiu que a Demonstração de Resultados trimestral posterior a uma declaração de dividendos é menos informativa que nos períodos anteriores a esta declaração, mas mostrou que este efeito não pode ser atribuído totalmente à informação fornecida pelo anúncio da declaração de dividendos. Em compensação, ele sugeriu que após a declaração de dividendos, alguma da informação que havia sido previamente ministrada ao mercado, através